



东兴证券
DONGXING SECURITIES

稳健经营 以创新谋发展

——卧龙地产（600173）2012 年年报点评

2013 年 3 月 12 日

推荐/维持

卧龙地产

财报点评

郑闵钢	房地产行业分析师	Zhengmgdxs@hotmail.com	执业资格证号: S1480510120012
	电话: 010-66554031		
张 鹏	房地产行业分析师	电话: 010-66554029	执业资格证号: S1480512060003

事件:

2012 年,公司实现营业收入 76716.61 万元,营业利润 9169.08 万元,归属于上市公司股东的净利润 7425.04 万元,同比下降 47.36%;归属于上市公司所有者权益 143503.74 万元,同比 下降 4.35 %;归属于上市公司每股净资产 1.98 元,同比下降 4.35 %。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入(百万元)	255.97	293.60	168.81	275.60	178.70	213.62	249.57
增长率(%)	6.65%	7.58%	-79.73%	-67.69%	-30.19%	-27.24%	47.84%
毛利率(%)	46.53%	40.68%	37.46%	32.71%	42.08%	37.72%	25.71%
期间费用率(%)	13.01%	8.80%	15.79%	8.03%	14.46%	9.46%	8.62%
营业利润率(%)	23.20%	19.98%	11.61%	10.10%	18.57%	19.91%	7.84%
净利润(百万元)	37.98	50.63	11.55	29.28	21.69	25.77	11.45
增长率(%)	-5.50%	-36.94%	-87.40%	-80.46%	-42.89%	-49.11%	-0.90%
每股盈利(季度,元)	0.057	0.072	0.022	0.043	0.030	0.036	0.016
资产负债率(%)	54.34%	49.56%	50.03%	46.19%	48.60%	53.84%	49.35%
净资产收益率(%)	2.17%	2.89%	0.65%	1.71%	1.46%	1.82%	0.80%
总资产收益率(%)	0.99%	1.46%	0.33%	0.92%	0.75%	0.84%	0.41%

评论:

积极因素:

- **管理模式逐步完善。**报告期内,公司重新规划集团职能部门设置、健全运营管理体系,逐步完善"技术、营销两头大,工程管理中间小"的模式,强化技术中心、营销中心作用,引入KPI绩效考核制度,推进区域授权管理模式,取得了较好的管理实效。
- **土地储备得以增加。**报告期内,公司以2.33亿元受让了安信信托持有的清远市五洲实业投资有限公司49.9%的股权,增加了公司的权益土地储备;以武汉卧龙墨水湖置业有限公司股权出让及借款相结合的模式,引进了房地产私募基金,拓展公司融资渠道,优化公司资产结构,推进了公司项目开发。报告期末,公司拥有土地储备建筑面积约250.97万平方米。
- **创新创造价值。**报告期内,公司根据市场形势把握营销策略,通过细分客户类型,深入研究客户特点,

创新营销渠道，大胆启用电商等新型合作渠道，适时推盘入市，使武汉区域公司旗下楼盘销售成绩领跑武汉金银湖片区，且在整个大武汉也名列前茅。另外，绍兴区域的精装修楼盘，通过自销与代理相结合的销售模式，本年度也取得了较好销售业绩。公司成功荣获了 "2012浙江房地产品牌20强"等荣誉。

表1: 公司营业收入情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入 比上年增 减(%)	营业成本 比上年增 减(%)	毛利率比 上年增减 (%)
房产销售	752,364,255.68	489,669,122.84	34.92	-23.62	-18.08	减少 4.4 个百分点
物业管理	13,431,949.83	10,760,284.05	19.89	83.52	149.93	减少 21.28 个百分点

资料来源：公司公告，东兴证券

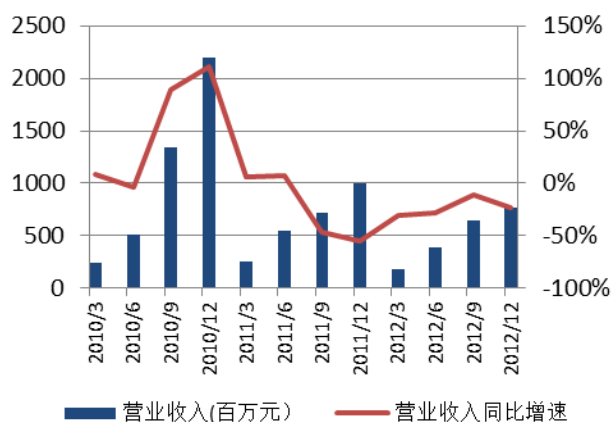
公司展望:

- **贴近市场，勇于创新。**公司将深刻研判政策及行业趋势，将以更务实的姿态，强化合作意识，立足城市化率处在40%~50%之间的二、三线城市，积极寻求土地成本较低的政府合作项目；紧紧围绕“成本低，速度快，质量好”的要求，加强设计降本能力，通过技术优化、新材料运用等方法降低产品开发成本；要研究各类型产品，打造可复制的系列产品，提高项目开发速度；要加强基础研究和技术创新，开发符合市场需求的创新户型和创新产品；开发以刚需为主的中高档住宅；继续完善“设计、营销两头大，工程管理中间小”的管理模式，创新营销手段；打造一支管理水平高、专业技能强、市场反应快的管理团队，确保项目周转快，经济效益好

投资建议:

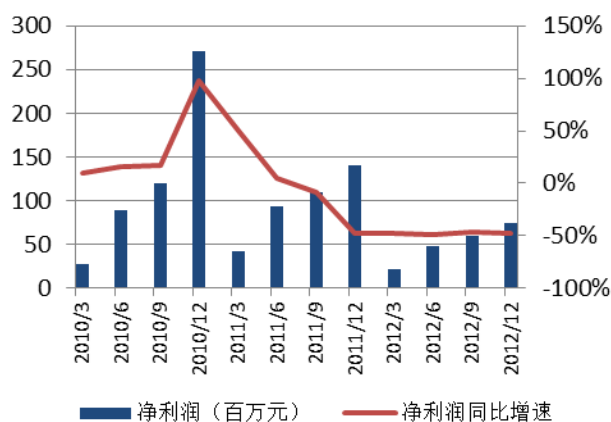
- 我们认为，公司目前布局东部三线城市和中西部经济发达的省会城市，布局区域的发展潜力巨大。未来随着中西部地区经济增长和社会投资增加，房地产的需求仍将持续旺盛，公司后期有望收获颇丰；公司未来将逐步加大精装房、商业地产的比重，使经营结构多元化，有效分散经营风险，提高品牌竞争力；公司将不断加深改进管理，走精细化管理的道路，严格控制成本，提高项目运营效率。另外，随着卧龙集团整体的稳健发展，卧龙地产作为集团下面的三大业务之一，将有望享受集团产业间互动带来的协同效应。我们预计公司2013年至2015年的销售收入分别达13.94亿元、17.65亿元和26.2亿元，每股收益分别为0.26元、0.33元和0.54元，对应的PE分别为13.15、10.47和6.35。维持公司“推荐”评级。

图 1：公司营业收入及增速（季度累计）



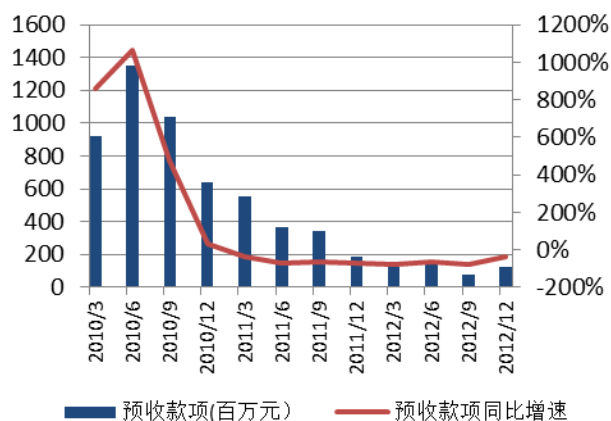
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：公司净利润及增速（季度累计）



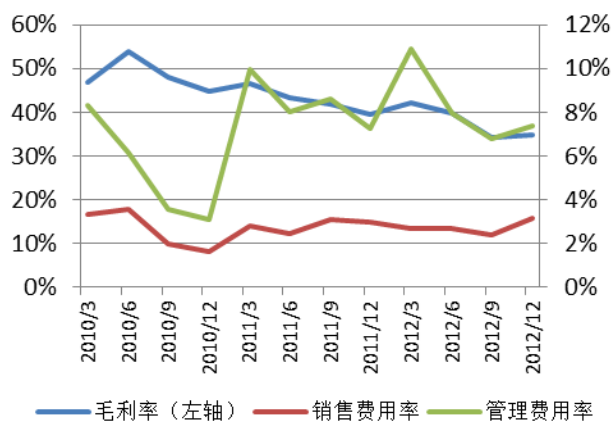
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3：公司期末预收款项及同比增速



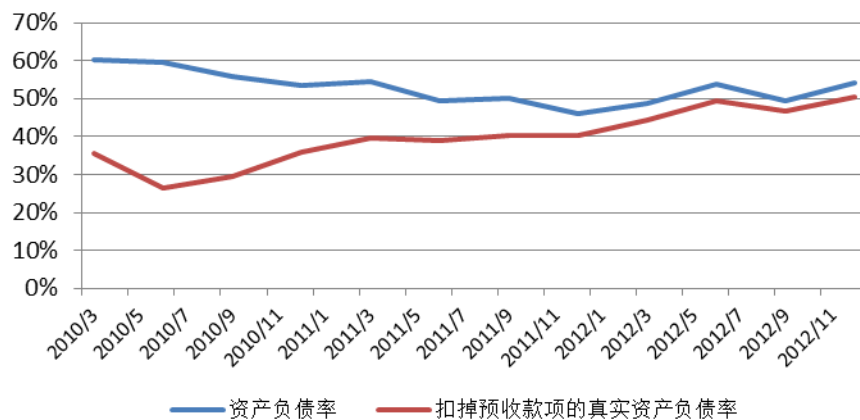
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 4：公司毛利率及费用率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5：资产负债率及真实资产负债率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
	2012A	2013E	2014E	2015E			2012A	2013E	2014E	2015E	
流动资产合计	3070	4901	6254	9045	营业收入		767	1394	1765	2620	
货币资金	531	558	706	1048	营业成本		500	877	1113	1600	
应收账款	41	1	1	2	营业税金及附加		64	118	150	223	
其他应收款	62	112	142	211	营业费用		24	42	53	79	
预付款项	63	124	202	314	管理费用		57	103	131	194	
存货	2354	4087	5183	7450	财务费用		13	-4	-3	-2	
其他流动资产	19	19	19	19	资产减值损失		16.73	5.00	5.00	5.00	
非流动资产合计	299	153	151	149	公允价值变动收益		0.27	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	145	0	0	0	投资净收益		0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	14.84	13.08	11.32	9.56	营业利润		92	252	317	522	
无形资产	0	0	0	0	营业外收入		1.02	0.00	0.00	0.00	
商誉	72.32	72.32	72.32	72.32	营业外支出		2.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动资产	0	0	0	0	利润总额		91	252	317	522	
资产总计	3369	5053	6404	9194	所得税		17	63	79	131	
流动负债合计	996	1988	3121	5614	净利润		74	189	237	392	
短期借款	0	706	1882	4019	少数股东损益		0	0	0	0	
应付账款	258	433	213	307	归属母公司净利润		74	189	237	392	
预收款项	125	264	441	703	EBITDA		108	250	315	522	
一年内到期的非流动负债	429	429	429	429	主要财务比率						
非流动负债合计	831	550	650	750		2012A	2013E	2014E	2015E		
长期借款	321	421	521	621	成长能力						
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长		-22.8%	81.71%	26.61%	48.44%	
负债合计	1827	2539	3771	6364	营业利润增长		385.7%	175.01%	25.56%	65.01%	
少数股东权益	107	107	107	107	归属于母公司净利润增长		244.7%	154.71%	25.56%	65.01%	
实收资本(或股本)	725	725	725	725	获利能力						
资本公积	78	956	956	956	毛利率(%)		34.77%	37.06%	36.95%	38.94%	
未分配利润	538	614	709	866	净利率(%)		9.65%	13.57%	13.45%	14.96%	
归属母公司股东权益合计	1435	2407	2526	2722	总资产净利润(%)		2.20%	3.74%	3.71%	4.26%	
负债和所有者权益	3369	5053	6404	9194	ROIC(%)		5.03%	5.38%	5.00%	5.74%	
现金流量表					ROE(%)		5.17%	7.86%	9.40%	14.39%	
	2012A	2013E	2014E	2015E	偿债能力						
经营活动现金流	-23	-1320	-1006	-1697	资产负债率(%)		54.22%	50.24%	58.88%	69.22%	
净利润	74	189	237	392	流动比率		3.08	2.46	2.00	1.61	
折旧摊销	3.28	0.00	1.80	1.80	速动比率		0.72	0.41	0.34	0.28	
财务费用	13	-4	-3	-2	营运能力						
应付帐款的变化	0	175	-219	93	总资产周转率		0.23	0.33	0.31	0.34	
预收帐款的变化	0	139	177	262	应收账款周转率		33.78	66.95	1631.47	1744.68	
投资活动现金流	0	140	-5	-5	存货周转率		0.22	0.27	0.24	0.25	
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股指标(元)						
长期股权投资	145	0	0	0	每股收益(最新摊薄)		0.10	0.26	0.33	0.54	
投资收益	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)		-0.24	0.04	0.20	0.47	
筹资活动现金流	0	1206	1159	2044	每股净资产(最新摊薄)		1.98	3.32	3.48	3.75	
短期借款	0	706	1882	4019	估值比率						
长期借款	321	421	521	621	P/E		34.30	13.15	10.47	6.35	
普通股增加	0	0	0	0	P/B		1.73	1.03	0.98	0.91	
资本公积增加	-140	878	0	0	P/S		3.24	1.78	1.41	0.95	
现金净增加额	-23	26	148	342	EV/EBITDA		24.97	13.95	14.63	12.47	

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。

张 鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起在证券业从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。